

## 经营或将迎来拐点, 重磅产品研发进展积极

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入109亿元, 同比增长18.1%; 实现归母净利润1.5亿元, 同比增长1.9%; 扣非净利润为1.2亿元, 同比增速414%。2019Q4实现收入与归母利润分别为28.5亿、6192万元, 同比增长33.8%、-16%。
- **最艰难阶段已过, 营收创搬迁以来新高, 生物药增长明显, 降财务费用迫切。** 2014年, 公司整体搬迁, 对原有核心主营原料与化学制剂业务造成大幅度下滑影响; 2017年开始, 公司新厂区逐步恢复生产, 整体营收逐步恢复增长, 2019年公司营收创2014年整体搬迁以来新高, 公司最艰难阶段已过去, 同时实现了产品的结构优化调整, 化学制剂与生物药占比不断提高。2019年公司营收实现较高增速, 主要原因: 1) 生物药呈现快速增长趋势, 实现收入13.8亿, 同比增长47%; 其中, 国产唯一(CHO细胞)乙肝疫苗销售达11亿元, 同比增长57%, 凭借优异的质量, 公司重组乙肝疫苗在同类竞品中取得出类拔萃的销售成绩。2) 原料药业务在新产能恢复正常后生产销售逐步恢复, 实现收入23.3亿元, 同比增长31%。3) 化学制剂也取得平稳增长, 实现收入59亿元, 同比增长9.9%。2019年公司主营综合毛利率为42.1%, 同比提升0.3个百分点。期间费用除财务费用外, 其他费用率整体控制较好, 销售费用率为29.4%, 高于去年同期0.8个百分点; (管理费用+研发费用)率为5%, 低于去年同期1.1个百分点。2019年财务费用总额为5.2亿元, 同比增加20.6%, 主要系公司短期借款进一步提高所致, 又未来有很大下降空间。财务费用是影响公司归母净利润表现数据最重要因素, 未来有望将通过土地转让款偿还短期借款的方式来大幅降低财务费用, 实现公司利润端的正常恢复。
- **生物药研发积累丰富, 重磅产品抗狂犬病毒单抗III期临床已完成。** 公司拥有多个研发重点实验室, 其中“抗体药物研制国家重点实验室”储备了多个不同进展的创新药生物药品种。独家重磅产品—1类新药基因重组抗狂犬病毒抗体III期临床已完成临床试验, 正在进行数据统计分析, 预计短期内有望完成临床总结报告并申报生产。同时, 全新的双组份产品—重组人源抗狂犬病毒单抗NM57S/NC08注射液组合制剂确定临床试验方案, 即将启动临床试验。此外, 辅料用途基因重组人血白蛋白与疫苗结合的III期临床试验稳步推进, 多个生物类似物产品研发也在稳步推进。重组抗狂犬病毒抗体有望在2021年获批上市, 该品种市场空间按照现有狂犬蛋白市场计算, 未来有望达到30亿元销售额, 贡献约9亿元业绩, 对公司收入和业绩有着明显的向上弹性贡献。
- **盈利预测与评级。** 在暂不考虑降财务费用以及狂犬单抗获批上市销售的情况下, 我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.11元、0.13元、0.15元, 对应2020年PE 69倍。虽然当前公司估值水平高于行业可比公司平均水平, 但公司重磅产品狂犬单抗III期临床已完成, 正处于数据统计阶段, 未来两年内上市概率较高; 且未来公司有降低财务费用预期, 现有业务业绩有望大幅改善。首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 仿制药集采降价、土地转让低于预期、创新药研发失败或低于预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10880.77	12731.68	14681.89	16826.39
增长率	18.09%	17.01%	15.32%	14.61%
归属母公司净利润(百万元)	153.45	171.80	207.98	252.28
增长率	1.86%	11.96%	21.06%	21.30%
每股收益EPS(元)	0.09	0.11	0.13	0.15
净资产收益率ROE	2.63%	2.84%	3.38%	3.96%
PE	77	69	57	47
PB	2.11	2.05	1.98	1.90

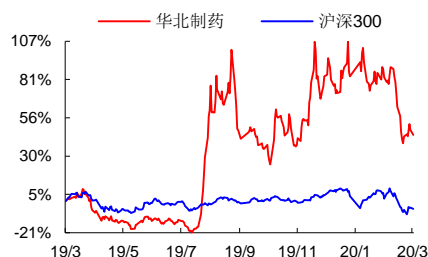
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈进  
执业证号: S1250517100002  
电话: 021-68416017  
邮箱: cj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	16.31
流通A股(亿股)	16.31
52周内股价区间(元)	3.98-10.4
总市值(亿元)	118.40
总资产(亿元)	185.41
每股净资产(元)	3.41

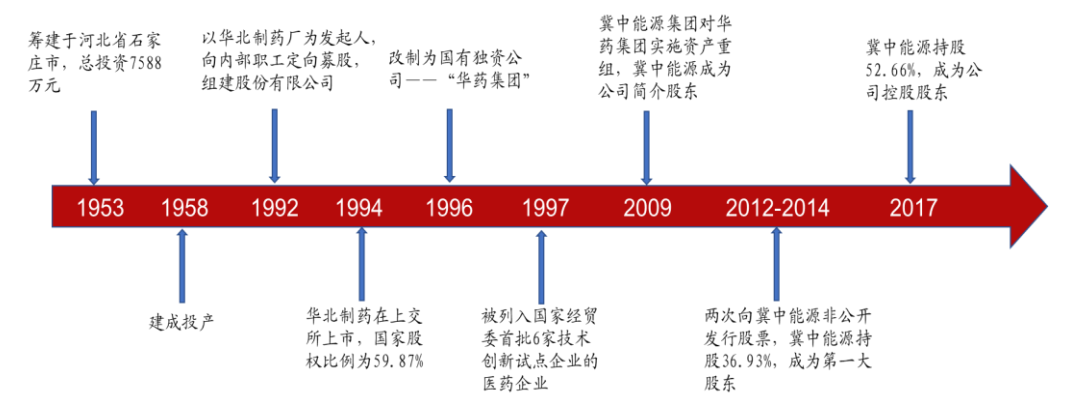
### 相关研究

## 1 公司主营：“原料药+化学制剂+生物药”三大核心主营

华北制药是我国最大的制药企业之一，其前身华北制药厂是中国“十一五”计划期间的重点建设项目。1953 年筹建，1958 年建成投产后，结束了我国青霉素和链霉素依赖进口的历史，公司是国内最大的抗生素原料生产销售企业，是国内为数不多的老牌医药工业企业。

公司主要产品涵盖抗感染药物（原料药、中间体及其制剂）、生物技术药物、心脑血管及免疫调节剂等新治疗领域药物、维生素及营养保健品、生物农兽药等五大板块近 700 余个品规。2014 年，公司整体搬迁以来，公司积极调整产品结构，以抗生素为主的原料药、化学制剂、以乙肝疫苗为主的生物药是公司目前三大核心业务板块，且化学制剂与生物药占比逐步提高。

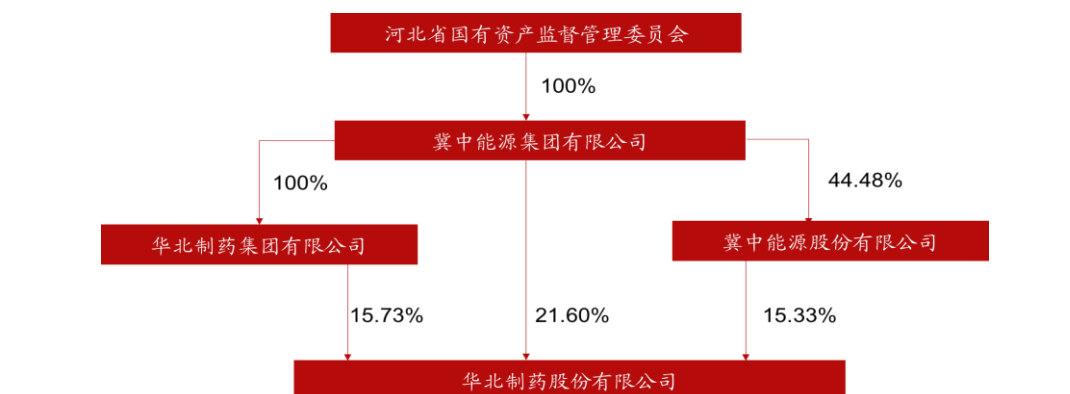
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

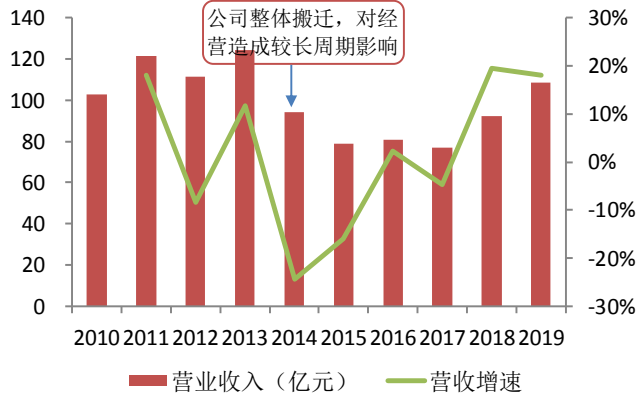
冀中能源集团直接持有华药股份 21.60% 的股权，并通过华药集团和冀中能源股份分别持有 15.73% 和 15.33% 的股份，合计持有 44.15%，是公司控股股东，实际控制人为河北省国资委。

图 2：公司股权结构情况

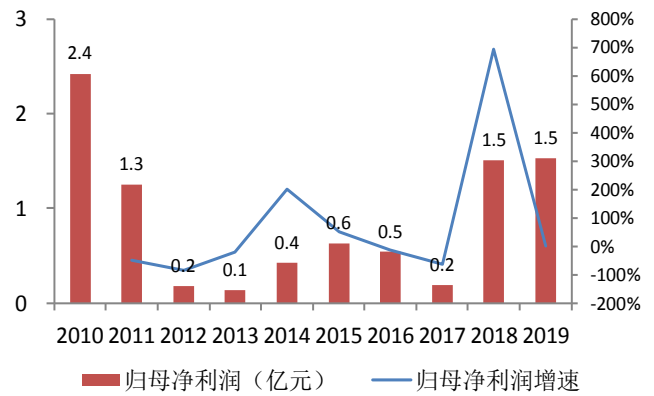


数据来源：Wind，西南证券整理

受整体搬迁影响大，各业务现已逐步恢复正常经营。2014 年公司受搬迁影响，重整业务结构，2015-2017 年公司营收受到较大影响，收入与业绩大幅下滑；2018 年以来，公司各业务产能逐步恢复，经营也逐步恢复正常，营业收入增长明显，2019 年公司营收近 109 亿元，创 2014 年搬迁以来的新高。

**图 3：2010-2019 年公司营收情况**


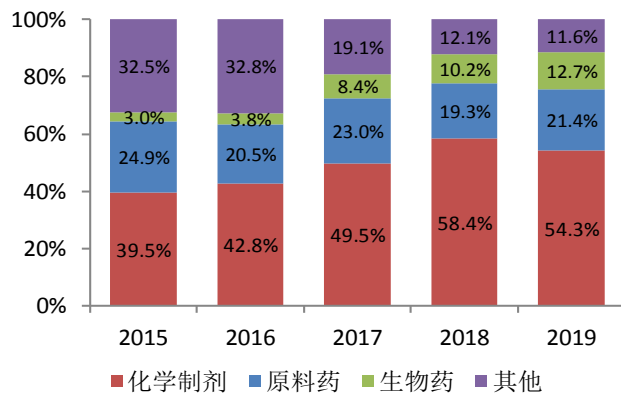
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：2010-2019 年公司归母净利润情况**


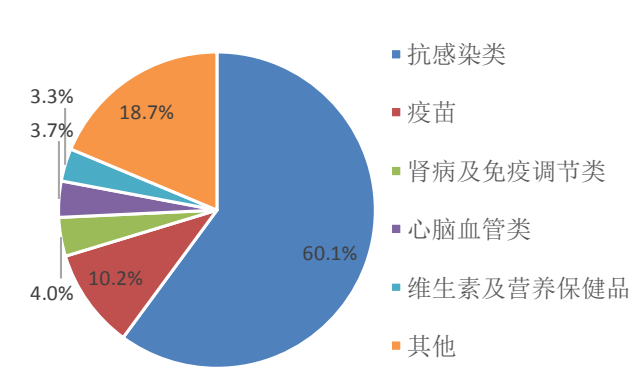
数据来源：Wind，西南证券整理

从业务结构来看，公司重点调整业务结构，大力发展“原料药+化学制剂+生物药业务”三大核心业务。2015-2019 年，公司三大核心业务收入占比发生重大变化，其中生物药占比不断提高，化学制剂业务占比也处于高水平，原料药业务占比保持稳定水平。

按照药品应用分领域分类来看，抗生素产品仍然是公司最大的业务领域。公司拥有唯一国产哺乳动物细胞（CHO 细胞）生产的重组乙肝疫苗产品，凭借优异的质量，该产品持续保持快速增长，已成为公司两个过 10 亿品种之一，未来仍有快速增长趋势。

**图 5：2015-2019 年公司主营业务收入占比**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 6：2019 年公司主营业务按应用领域分类收入构成**


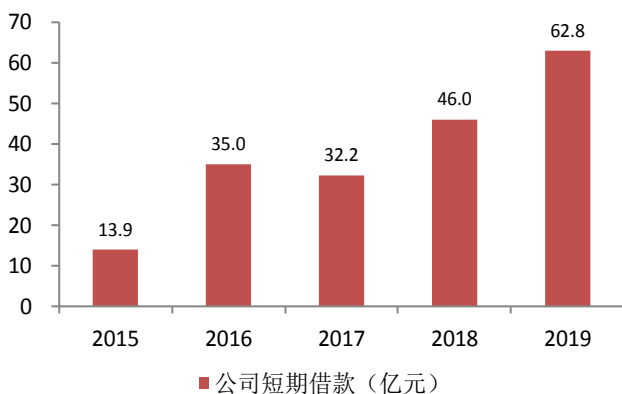
数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 经营情况：收入恢复增长，降财务费用提高盈利水平

2014 年的工厂整体搬迁，对公司 2015-2017 年的收入三年造成明显影响。随着新工厂新产能的逐步投产，2018-2019 年，公司收入逐步恢复整张，核心业务取得明显增长。2019 年公司营收近 109 亿元，创 2014 年搬迁以来的新高，公司经营最艰难阶段已经过去，未来将进入正常发展轨道。

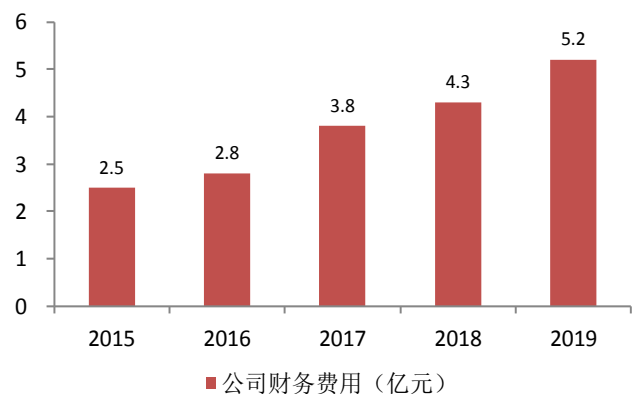
由于整体搬迁工程浩大，为维持全公司正常运营，公司产生数额巨大的短期借款债务，因此每年产生大额的财务费用，对业绩产生较大的负面影响。因此，公司通过偿还短期借款来减少财务费用是公司未来重要的工作任务之一。

图 7：2015-2019 年公司短期借款数额



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：2015-2019 年公司财务费用数额



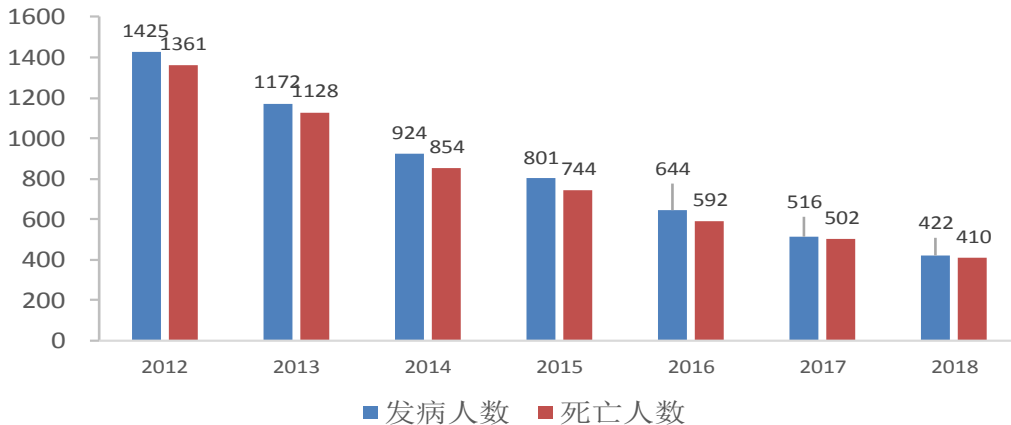
数据来源：Wind，西南证券整理

因整体搬迁，使公司原有厂区闲置大面积的待转让土地。根据公司 2018 年报披露，公司目前拥有 856 亩待拍卖转让土地，根据石家庄市场地价，预计全部转让后将获得数十亿元的回款。土地转让款将是公司偿还短期借款的重要来源，预计 2020 年起，公司 856 亩土地将陆续进入拍卖市场。降低财务费用将明显提高公司归母净利润，有望大幅改善公司现有业务盈利水平。

## 3 重磅创新产品研发进展积极，短期有望报产

公司独家在研重磅产品—1 类新药基因重组抗狂犬病毒抗体 III 期临床已完成临床试验，正在进行数据统计分析，我们预计临床数据优异，预计短期内有望完成临床总结报告并申报生产。同时，全新的双组份产品—重组人源抗狂犬病毒单抗 NM57S/NC08 注射液组合制剂确定临床试验方案，即将启动临床试验。

狂犬病（Rabies）是由狂犬病病毒（Rabies virus）感染引起的一种动物源性传染病。狂犬病病毒主要通过破损的皮肤或粘膜侵入人体，临床大多表现为特异性恐风、恐水、咽肌痉挛、进行性瘫痪等。近年来，狂犬病报告死亡数一直位居我国法定报告传染病前列，给人民群众生命健康带来严重威胁。中国人间狂犬病发病仅次于印度，2007 年疫情高峰时，年报告病例数达 3300 例。

**图 9：2012-2018 年我国狂犬病发病与死亡人数（人）**


数据来源：Wind，西南证券整理

由于国内对犬类及其他动物咬伤后大幅推广主动（疫苗）+被动免疫（抗狂犬病毒免疫球蛋白，简称狂免）治疗方法，国内狂犬病发病与死亡人数已经控制在 1000 人以内，但狂犬病发病后致死率几乎 100%，因此狂犬病的预防一刻不能松懈。

#### 治疗指南推荐方案：III 级暴露须被动免疫

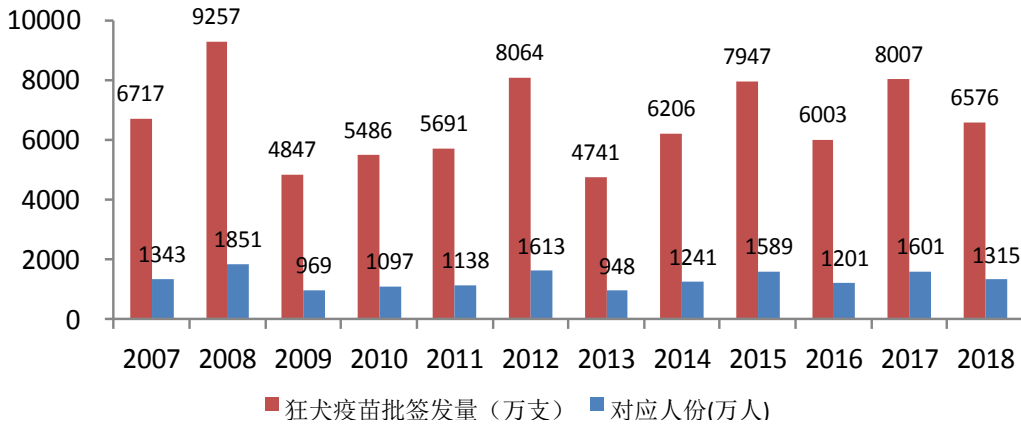
根据 WHO 狂犬病专家咨询委员会建议，原卫生部颁布的《狂犬病暴露预防处置工作规范（2009 年版）》以及狂犬病疫苗使用说明书等相应规定，III 级暴露即一处或多处皮肤出血性咬伤或被抓伤出血，或被不能确定健康状况的动物唾液污染粘膜，应按暴露后程序在彻底清洗伤口的基础上立即接种疫苗并注射狂免。

#### 现有被动免疫产品与单抗之间的区别

对比狂免（一种特免血制品）和狂犬病毒单抗之间的区别，单抗具有多个优点：

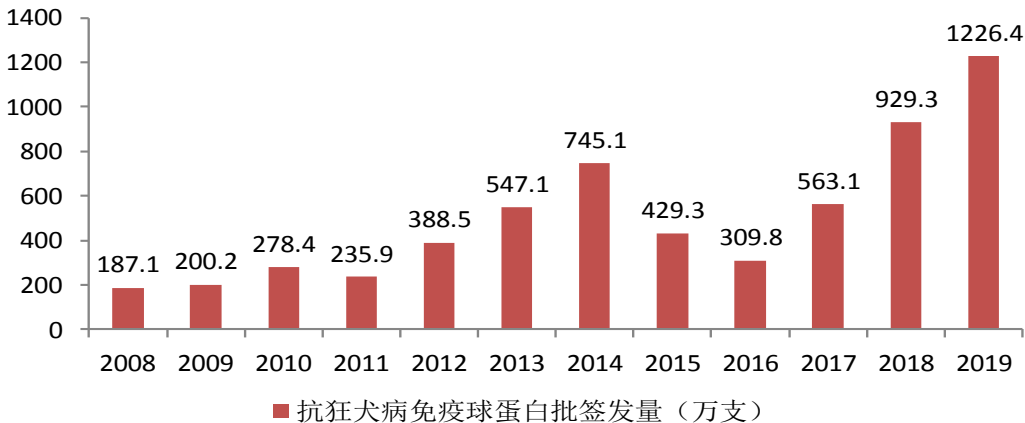
- 1) 体外培养制备，不受产能限制，而血制品受制于采浆量以及其他特免生产的制约；
- 2) 没有马源抗病毒血清的免疫原性；
- 3) 质量可控，血制品狂免蛋白可能具有交叉感染的风险。

根据中检院批签发数据显示，我国每年约有近 1500 万人接种狂犬疫苗，接种量十分可观，因此国内对被动免疫需求存巨大市场。

**图 10：2007-2018 年国内狂犬疫苗批签发量与相应人份**


数据来源：Wind, 狂犬病预防控制技术指南 (2016 版)

在被动免疫方面，国内抗狂犬病人免疫球蛋白的用量在逐步增加。从历年的批签发数据看，虽然个别年份出现大幅下降情况，但整体用量是在呈现大幅增长的趋势，截至 2019 年 11 月底，2019 年的狂免批签发量达 1226 万支，对应人份约 300 万人（平均 4 支/人），创历史新高。

**图 11：2008-2019 年国内抗狂犬病免疫球蛋白批签发量**


数据来源：Wind, 狂犬病预防控制技术指南 (2016 版)

国内每年约 1500 万人接种狂犬疫苗，其中约有 600 万 3 级暴露人群，2 级暴露人群约 750 万。3 级暴露人群均需要接受被动免疫，若公司产品上市后按照每人 1000 元的成本计算，3 级暴露被动免疫的市场空间 60 亿元。根据 2019 年的狂免批签发量计算，2019 年约有 300 万人接种狂免，仍存在 300 万接种缺口。由于单抗拥有多重优势，预计未来将取代至少 50% 的狂免市场，在不考虑 2 级暴露接种的情况下，若取得 50% 空白市场渗透率，公司单抗产品接种量有望达到 300 万人份，销售有望达到 30 亿元，按照 30% 净利率计算，贡献 9 亿元净利润。

## 4 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：预计 2020-2022 年，公司化学制剂销量维持 10% 的增长率，毛利率维持在 54%；

假设 2：预计 2020-2022 年，公司原料药销量增长率分别为 25%、20%、15%，毛利率维持在 7%；

假设 3：预计 2020-2022 年，公司生物药销量增长率分别为 40%、30%、30%，毛利率维持在 88%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
化学制剂	收入	5,909.49	6,500.44	7,150.48	7,865.53
	增速	9.88%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	54.17%	54.00%	54.00%	54.00%
原料药	收入	2,329.49	2,911.86	3,494.24	4,018.37
	增速	30.81%	25.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	6.33%	7.00%	7.00%	7.00%
生物药	收入	1,378.04	1,929.26	2,508.03	3,260.44
	增速	46.99%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	87.27%	88.00%	88.00%	88.00%
其他	收入	1263.75	1,390.13	1,529.14	1,682.05
	增速	13.13%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
合计	收入	10,880.77	12,731.68	14,681.89	16,826.40
	增速	18.09%	17.01%	15.32%	14.61%
	毛利率	42.21%	42.94%	43.41%	44.37%

数据来源：Wind，西南证券

参考行业可比公司估值情况，行业平均估值 2020 年为 41.5 倍 PE。在不考虑降财务费用以及狂犬单抗获批上市销售的情况下，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.11 元、0.13 元、0.15 元，对应 2020 年 PE 69 倍。虽然当前公司估值水平高于行业可比公司平均水平，但公司重磅产品狂犬单抗 III 期临床已完成，正处于数据统计阶段，未来两年内上市概率较高；且未来公司有降低财务费用预期，现有业务业绩有望大幅改善。首次覆盖，给予“持有”评级。

**表 2：可比公司估值情况**

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2019A/E	2020E	2021E	2019A/E	2020E	2021E
600276.SH	恒瑞医药	4011	53.3	68.5	88.0	75.3	58.6	45.6
600216.SH	浙江医药	182	2.5	6.1	7.5	72.8	29.8	24.3

代码	简称	最新市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2019A/E	2020E	2021E	2019A/E	2020E	2021E
600521.SH	华海药业	326	7.8	9.2	10.7	41.8	41.8	30.5
300630.SZ	普利制药	174	3.0	5.0	7.7	58.0	34.8	22.6
603707.SH	健友股份	348	5.9	8.2	10.7	59.0	42.4	32.5
平均						<b>61.4</b>	<b>41.5</b>	<b>31.1</b>

数据来源: wind, 西南证券整理。注: wind 一致预期截止 2020-3-31



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10880.77	12731.68	14681.89	16826.39	净利润	147.90	163.80	201.98	246.28
营业成本	6287.86	7264.26	8307.79	9361.25	折旧与摊销	583.73	778.68	801.15	810.55
营业税金及附加	143.31	178.92	204.40	232.89	财务费用	521.23	442.25	435.33	420.73
销售费用	3198.56	3755.85	4404.57	5216.18	资产减值损失	10.43	15.00	15.00	15.00
管理费用	482.99	802.10	983.69	1177.85	经营营运资本变动	-1079.61	-729.42	-462.26	-676.93
财务费用	521.23	442.25	435.33	420.73	其他	549.28	62.16	-25.78	-23.64
资产减值损失	10.43	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>732.97</b>	<b>732.47</b>	<b>965.42</b>	<b>791.99</b>
投资收益	46.48	0.70	0.70	0.70	资本支出	-125.06	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-435.51	0.70	0.70	0.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-560.58</b>	<b>-39.30</b>	<b>-39.30</b>	<b>-39.30</b>
<b>营业利润</b>	<b>241.07</b>	<b>274.01</b>	<b>331.80</b>	<b>403.20</b>	短期借款	1681.24	103.12	-295.77	-117.51
其他非经营损益	-4.16	-11.64	-8.29	-8.72	长期借款	856.60	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>236.90</b>	<b>262.37</b>	<b>323.52</b>	<b>394.48</b>	股权融资	10.00	0.00	0.00	0.00
所得税	89.00	98.57	121.54	148.20	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	147.90	163.80	201.98	246.28	其他	-2689.78	-746.00	-435.33	-420.73
少数股东损益	-5.54	-8.00	-6.00	-6.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-141.94</b>	<b>-642.87</b>	<b>-731.10</b>	<b>-538.24</b>
归属母公司股东净利润	153.45	171.80	207.98	252.28	<b>现金流量净额</b>	<b>33.56</b>	<b>50.29</b>	<b>195.02</b>	<b>214.45</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1222.87	1273.17	1468.19	1682.64	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4265.63	5291.99	5995.07	6861.42	销售收入增长率	18.09%	17.01%	15.32%	14.61%
存货	2109.31	2358.99	2719.13	3080.45	营业利润增长率	17.68%	13.67%	21.09%	21.52%
其他流动资产	188.96	221.11	254.98	292.22	净利润增长率	1.43%	10.75%	23.31%	21.93%
长期股权投资	687.26	687.26	687.26	687.26	EBITDA 增长率	11.91%	11.06%	4.91%	4.22%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	8297.23	7574.18	6828.65	6073.72	毛利率	42.21%	42.94%	43.41%	44.37%
无形资产和开发支出	1588.95	1579.57	1570.18	1560.80	三费率	38.63%	39.27%	39.67%	40.50%
其他非流动资产	180.98	174.74	168.50	162.26	净利率	1.36%	1.29%	1.38%	1.46%
<b>资产总计</b>	<b>18541.19</b>	<b>19161.00</b>	<b>19691.95</b>	<b>20400.77</b>	ROE	2.63%	2.84%	3.38%	3.96%
短期借款	6280.17	6383.29	6087.52	5970.01	ROA	0.80%	0.85%	1.03%	1.21%
应付和预收款项	3095.97	3688.80	4245.36	4756.58	ROIC	3.73%	3.32%	3.56%	3.81%
长期借款	1646.20	1646.20	1646.20	1646.20	EBITDA/销售收入	12.37%	11.74%	10.68%	9.71%
其他负债	1894.80	1665.20	1733.39	1802.23	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>12917.14</b>	<b>13383.50</b>	<b>13712.47</b>	<b>14175.01</b>	总资产周转率	0.60	0.68	0.76	0.84
股本	1630.80	1630.80	1630.80	1630.80	固定资产周转率	1.39	1.66	2.06	2.62
资本公积	3491.03	3491.03	3491.03	3491.03	应收账款周转率	8.12	7.86	7.81	7.82
留存收益	427.84	599.64	807.62	1059.89	存货周转率	2.89	3.20	3.18	3.16
归属母公司股东权益	5560.03	5721.48	5929.45	6181.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.96%	—	—	—
少数股东权益	64.02	56.02	50.02	44.02	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5624.05</b>	<b>5777.50</b>	<b>5979.48</b>	<b>6225.75</b>	资产负债率	69.67%	69.85%	69.63%	69.48%
负债和股东权益合计	18541.19	19161.00	19691.95	20400.77	带息债务/总负债	65.22%	63.72%	60.03%	57.24%
					流动比率	0.77	0.87	0.96	1.05
					速动比率	0.56	0.64	0.71	0.78
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.09	0.11	0.13	0.15
					每股净资产	3.45	3.54	3.67	3.82
					每股经营现金	0.45	0.45	0.59	0.49
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1346.03	1494.93	1568.29	1634.48					
PE	77.16	68.92	56.93	46.93					
PB	2.11	2.05	1.98	1.90					
PS	1.09	0.93	0.81	0.70					
EV/EBITDA	14.28	12.69	11.79	11.11					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybr@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn